

СДЕЛКИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ И СТОИМОСТЬ ФИНАНСОВЫХ КОМПАНИЙ НА РАЗВИТЫХ ЕВРОПЕЙСКИХ РЫНКАХ КАПИТАЛА

Светлана Александровна ГРИГОРЬЕВА^а, Виктория Артуровна ЧЕРКАСОВА^{б,*}

^а кандидат экономических наук, доцент департамента финансов, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва, Российская Федерация
sgrigorieva@hse.ru

^б кандидат экономических наук, доцент департамента финансов, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва, Российская Федерация
vcherkasova@hse.ru

* Ответственный автор

История статьи:

Принята 03.08.2015
Одобрена 10.08.2015

УДК 336.64

JEL: G14, G21, G34

Ключевые слова: финансовый сектор, накопленная избыточная доходность, рынок капитала, компания-покупатель, компания-цель

Аннотация

Тема. Несмотря на наличие большого количества мотивов к слиянию и поглощению (M&A), зачастую эти сделки оказывают различное влияние на стоимость компаний-участниц. Существует определенная закономерность, которой подчиняется эта стоимость: объявление о сделке M&A почти всегда создает стоимость для целевых компаний и может создавать или разрушать стоимость покупателей в зависимости от определенных факторов. Внимание автора сосредоточено на исследовании слияний и поглощений с точки зрения создания ими стоимости компаний-покупателей, на реакции фондового рынка в момент объявления о сделке.

Цели. Оценка влияния сделок слияний и поглощений в финансовом секторе на стоимость компаний-покупателей. Изучение эффективности сделок, инициированных компаниями Западной Европы в докризисный и посткризисный периоды с 2000 по 2013 г.

Методология. В статье проведена оценка реакции фондового рынка на объявления о сделках M&A на основе метода событий; на основе линейной регрессии выявлены основные факторы, влияющие на эффективность сделок в финансовом секторе. Выборка включает 72 случая.

Результаты. Показано, что сделки слияний и поглощений отрицательно влияют на стоимость компаний-покупателей развитых стран в момент объявления о сделке. Национальная направленность соглашений и размер компании-покупателя имеют положительную корреляцию с накопленной избыточной доходностью покупателей из развитых европейских стран.

Значимость. Полученные результаты должны интерпретироваться с осторожностью, поскольку, хотя цены акций отражают рыночные ожидания будущих денежных потоков, реальная доходность может не соответствовать рыночным ожиданиям, что наиболее справедливо для банковского сектора. Сделан вывод, что последствия банковских слияний разделяются на очевидные статические и неочевидные динамические. Последние включают в себя реструктуризацию и изменения в практике кредитования, которые оказывают значительное влияние на доходность объединенной компании. Но такие последствия чрезвычайно трудно предсказать непосредственно в момент объявления о сделке M&A.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2015

За последние два десятилетия мировой банковский сектор стал свидетелем значительных структурных изменений, способствовавших увеличению количества сделок слияний и поглощений и перекрестного владения акциями. Основными факторами этих изменений являются технологические достижения, глобализация финансовых рынков, усиление надзора за кредитными системами, создание единого финансового рынка в Европейском союзе и введение евро.

В процессы объединения банков вовлекается все большее число регионов, а также происходит расширение масштабов международных сделок. Основными мотивами процессов слияний и поглощений являются:

- операционная синергия;
- увеличение конкурентоспособности;
- расширение рынков сбыта;

- уменьшение рисков за счет диверсификации;
- улучшение качества управления.

Все это факторы, способствующие увеличению рыночной стоимости компаний.

Рост количества сделок, вызванный упомянутыми процессами, приводит к необходимости исследования эффективности сделок и факторов, влияющих на них, особенно в посткризисный период. Поэтому внимание в статье будет сосредоточено на оценке эффектов от сделок М&А в Западной Европе на базе докризисных и посткризисных данных.

Финансовая отрасль, в частности банковская, как наиболее часто исследуемая, отличается от других сегментов экономики многими аспектами.

Во-первых, деятельность банковской сферы регулируется государством для уменьшения риска банкротства и предотвращения паники на финансовых рынках.

Во-вторых, банковский сектор характеризуется защитой от потерь при страховании вкладов. Государство контролирует поддержание банками определенного уровня резервного капитала и правильного ведения отчетности.

В-третьих, банки регулируют для достижения социально значимых целей [1].

Изучение влияния сделок М&А в финансовом секторе становится все более популярным, поскольку активность слияний и поглощений в этой отрасли значительно возросла за последние десятилетия. С теоретической точки зрения, основная причина интеграции банков в это время – увеличение эффективности за счет сокращения издержек.

Посредством слияний банки способны уменьшить свои операционные расходы за счет уменьшения количества определенных операций и услуг и экономии на масштабе в области информационных технологий (интернет-банкинг) и узнаваемости бренда.

Другое обоснование создания стоимости посредством слияний в большей степени основано на рыночных последствиях: слияния позволяют банкам улучшать свое позиционирование на рынке и увеличивать продажи финансовых продуктов.

Тенденции на рынке слияний и поглощений в финансовом секторе в европейских странах. В 1990-е гг. международные слияния в странах Европейского союза не были настолько распространены, как после 1998 г., когда начала

появляться большая заинтересованность банковской сферы в расширении за пределы национальных границ, особенно в странах Восточной Европы.

После введения евро банки, стремясь укрепить свои позиции, стали заключать сделки М&А для увеличения своей конкурентоспособности на рынке. Пик активности финансовых слияний и поглощений в Европе был зарегистрирован в 1999 г. Кроме того, было отмечено увеличение стоимости банковских слияний по сравнению с общей стоимостью европейских М&А.

С 1999 по 2003 гг. количество банков в ЕС резко сократилось – с 9 600 до 7 400 наряду с увеличением важности банковского сектора в экономике в целом¹. В этот период было отмечено опережение роста объемов ВВП относительно роста банковских активов. Несмотря на то, что дерегуляция, технологический прогресс, введение евро и увеличивающаяся конкуренция привели к росту активности слияний и поглощений в финансовом секторе, банковские М&А в большинстве своем продолжали оставаться внутренними. Так, с 1990 по 2001 г. 78% всех названных сделок в Европе были слияниями между банками в одной и той же стране.

За последнее десятилетие также не было замечено существенного увеличения количества международных сделок М&А в рамках Европейского союза или еврозоны, поскольку в основном финансовые учреждения пытались укрепить свои позиции в пределах национальных границ.

Политики ЕС в 2007 г. издали директиву Европейского парламента и Совета о внесении изменений в процессуальные правила и критерии оценки М&А для снижения барьеров международных сделок, что привело к увеличению их числа [2].

Но с началом очередного кризиса (середина 2008 г.) количество международных слияний и поглощений в банковском секторе начало значительно сокращаться относительно уровня 2007 г. Так, в 2007–2008 гг. было заключено 292 сделки на общую сумму 345 млрд евро. В 2009 г. стоимость сделок сократилась до 80 млрд евро, а в 2010 г. – до 50 млрд евро².

¹ KPMG, Рынок слияний и поглощений в России в 2012 году // В фокусе: корпоративное управление и устойчивое развитие. 2013. URL: http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/S_MA_2r%202013.pdf.

² KPMG, M&A Predictor 2014 // В фокусе: корпоративное управление и устойчивое развитие. 2014. URL: http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/MA_Predictor_2014_r.pdf.

В основном это было связано с отсутствием конкретных мер по преодолению кризиса. Таким образом, банки, которые оказались в затруднительном финансовом положении из-за отсутствия ликвидности или собственного капитала, стали объектом сделок M&A, в то время как банки, не пострадавшие от кризиса, оказались в более выгодном положении.

Детерминанты эффективности сделок M&A в финансовом секторе. Рассмотрим основные факторы, влияющие на стоимость компаний-покупателей из развитых стран:

- размер компаний;
- международная направленность сделок;
- метод оплаты сделок: денежными средствами либо акциями;
- вид сделок: враждебные или дружественные;
- диверсификация;
- доходность собственного капитала (ROE);
- культурные различия;
- ликвидность и др.

Большинство авторов, исследующих *международную направленность* сделок и *оплату сделок акциями*, показали однозначную отрицательную взаимосвязь с накопленной избыточной доходностью. Считается, что национальные сделки обеспечивают лучшие возможности для синергетического эффекта, в то время как международные обладают преимуществом диверсификации рисков [3].

Банковские поглощения в 1980-е гг. создали отрицательную накопленную избыточную доходность для банков-покупателей как в международных, так и во внутренних сделках. Объяснением могут быть конфликты интересов (доходность покупателя после заключения сделки отрицательна, поскольку менеджеры преследуют собственные интересы в ущерб интересам акционеров) и теория гордыни (менеджеры склонны переплачивать за компании-цели в связи с переоценкой собственных способностей управления целевой фирмой).

В соответствии с выводами, полученными некоторыми исследователями, M&A создали значительную накопленную избыточную доходность компаний-покупателей в течение 1996–2004 гг. [4]. Эту тенденцию можно отметить не только в банковском секторе, но и во всем финансовом секторе Европы, однако в тот период процесс

консолидации в значительной степени оставался внутренним явлением. Иными словами, внутренние сделки были более эффективны в отличие от международных.

Подавляющее большинство ученых сошлись во мнении о том, что международная направленность сделок не способствует созданию стоимости для банков-покупателей из-за существующих различий в культурных, юридических или бухгалтерских аспектах. В то же время акционеры банка-цели выигрывают как от национальных, так и от международных сделок.

Исследователи, изучавшие *доходность собственного капитала* фирмы-цели, расходятся во мнении о влиянии этого фактора на накопленную избыточную доходность покупателя. Одна половина экономистов обнаружили положительную зависимость, а другая – отрицательную.

Доходность собственного капитала является одним из основных показателей деятельности банков. Она и размер компании-цели отрицательно влияют на накопленную избыточную доходность компании-покупателя. Это означает, что более крупные и прибыльные банки имеют больше шансов увеличить свою стоимость за счет приобретения более мелких и менее прибыльных банков (доходность собственного капитала которых меньше), поскольку при этом намного легче провести необходимую реорганизацию по передаче ресурсов от более прибыльного банка к менее прибыльному.

Помимо показателя доходности собственного капитала авторы изучали и фактор избыточного регулятивного капитала, при котором собственный капитал банка превышает нормативный уровень, установленный государством.

Определенный уровень избыточного капитала может быть оправдан тем, что не склонные к риску банковские менеджеры предпочитают иметь «подушку безопасности» для защиты от банкротств или непредвиденных расходов. Однако, учитывая наблюдаемые уровни избыточного капитала, которые часто превышают нормативное значение в два раза, можно отметить, что банки с низким уровнем этого капитала имеют конкурентное преимущество: они могут уменьшить доходность активов (ROA), понижая цены или увеличивая активы, в то же самое время обеспечивая высокую накопленную избыточную доходность для акционеров.

Если банки с высоким уровнем избыточного капитала обеспечивают меньший доход для

акционеров и менее конкурентоспособны, они могут быть особенно привлекательными в качестве объекта M&A, поскольку позволяют покупателю уменьшить запасы капитала фирмы-цели и, таким образом, увеличить доходность собственного капитала [5].

Относительно влияния *размера* компании-цели на доходность покупателя почти все исследователи сошлись во мнении о том, что этот фактор отрицательно влияет на накопленную избыточную доходность. Размер цели является важным параметром, поскольку слияние двух крупных банков может повлечь за собой большие преимущества за счет экономии на масштабе (снижение издержек посредством синергии), но это также подразумевает весьма сложную процедуру объединения (реорганизации) по сравнению с заключением сделок между крупными и небольшими банками.

Ликвидность также считается важной переменной в банковской сфере, поскольку указывает на способность банков к дальнейшему расширению бизнеса за счет увеличения каналов сбыта и обретения буфера, на который можно положиться в периоды неблагоприятных рыночных условий. Сделка между банком с высоким уровнем ликвидности и банком с низким ее уровнем не может принести никаких выгод.

Большинство авторов сходится во мнении относительно положительной зависимости накопленной избыточной доходности от *оплаты сделки денежными средствами*.

Оплата акциями показала однозначную отрицательную взаимосвязь с накопленной избыточной доходностью. С точки зрения гипотезы информационной асимметрии, отрицательная зависимость накопленной избыточной доходности от метода оплаты сделки акциями может объясняться тем, что банки-покупатели имеют стимулы оплачивать сделку акциями, если они считают, что их акции переоценены, и денежными средствами – если недооценены и фондовый рынок интерпретирует это объявление о сделке как плохие новости [6].

Оплата денежными средствами свидетельствует о том, что покупатель может получить кредит в банке, в то время как оплата акциями говорит об обратном. Однако оплата сделки наличными может отрицательно влиять на доходность, в случае если инвесторы предпочитают не использовать деньги во времена кризиса ликвидности.

Поскольку такая оплата сделки предполагает, что акционеры банков-целей вынуждены платить налог с прибыли, в то время как акции облагаются налогом только тогда, когда они выкуплены, акционеры компании-цели предпочитают акции, а акционеры компании-покупателя – денежные средства. С точки зрения гипотезы информационной асимметрии, акционеры банков-целей также предпочитают оплату сделки акциями, а не наличными, если знают, что их акции недооценены [7].

Противоречивые результаты обнаружены относительно влияния вида сделки: *дружественная* или *враждебная*. Так, в одном исследовании сказано, что дружественные сделки способствуют созданию стоимости [8]. Однако в другом отмечена обратная зависимость, которая объяснялась тем что, если дополнительная стоимость, которую получают фирмы-цели, больше, чем цена покупки цели, то враждебное поглощение создает большую доходность, чем дружественное [7].

Поскольку банки, которые становятся объектом враждебных поглощений, известны низкими показателями доходности собственного капитала, положительная накопленная избыточная доходность всей фирмы после враждебного поглощения может свидетельствовать и о том, что покупатель увеличивает доходность цели, чтобы компенсировать премию, заплаченную при ее покупке. Поэтому уменьшение межгосударственных нормативных ограничений заключения сделок M&A (в частности, и враждебных) может способствовать увеличению эффективности банковской системы.

Относительно влияния *государственного регулирования* сделок M&A в странах цели на накопленную избыточную доходность покупателей мнения ученых также разделились: в одних исследованиях было обнаружено отрицательное влияние, а в других – положительное.

Одни экономисты доказали, что если банк-покупатель приобретает целевой банк, расположенный в стране с меньшим количеством государственных ограничений, доходность ценных бумаг будет выше [6, 7].

Однако существует и другая точка зрения: правовая сила надзорного органа в стране цели положительно коррелирует с накопленной избыточной доходностью. Это означает, что жесткие правила в стране цели делают M&A более привлекательными для покупателей, возможно, благодаря уменьшению информационной асимметрии [9].

Дерегулирование может создавать определенные преимущества для банков, такие как возникновение эффекта синергии, например. В 1990-х гг. резко увеличилась активность слияний и поглощений в банковской отрасли по сравнению с прошлым десятилетием. Накопленная избыточная доходность банков-целей в период 36-дневного окна оказалась статистически положительной, а у покупателей она оказалась неотрицательной и выше, чем в середине 1980-х гг., а доходность объединенной фирмы также стала статистически положительной и выше, чем в середине 1980-х гг. [10].

Также неоднозначно и влияние *диверсификации*. Одни ученые нашли положительную зависимость совокупной накопленной избыточной доходности от диверсификации, другие получили отрицательную: слияния между участниками, деятельность которых более сфокусирована, нежели диверсифицирована, приводят к большей совокупной накопленной избыточной доходности [6, 9, 11].

Накопленная избыточная доходность покупателя в период объявления о сделке значимо отрицательна при стратегии диверсификации. Это может быть связано с тем, что генеральный директор не может контролировать различные направления бизнеса, не связанные друг с другом, так же эффективно, как и связанные.

С этой точки зрения активность менеджеров, не способствующая созданию стоимости компаний-покупателей, может быть уменьшена за счет действия определенных механизмов корпоративного управления. Они способствуют уменьшению конфликта интересов между менеджерами и акционерами, не так эффективны при диверсифицированных слияниях, как при сфокусированных.

Таким образом, акционеры и банковские учреждения должны быть более бдительными при заключении диверсифицированных сделок, поскольку внутренние банковские механизмы управления не всегда способствуют созданию стоимости компаний-покупателей из-за конфликта интересов [12].

Акционеры считают, что международное слияние несет больше рисков из-за культурных различий в способах управления, поскольку эти различия могут приводить к проблемам интеграции после слияния. Хотя банковские слияния в странах с большими культурными различиями обеспечивают больше возможностей для роста, однако общая тенденция создания стоимости сохраняется: доходность у

компаний-цели остается выше, чем у компаний-покупателя.

Исследователи изучали влияние на сделки M&A доли акций, принадлежащей генеральному директору [12]. Обнаружено: чем больше таких акций, тем больше накопленная избыточная доходность банка-покупателя, поскольку в таком случае рыночная реакция на объявление о сделке сильнее влияет на финансовое положение директора. Таким образом, генеральный директор имеет больше стимулов для заключения только выгодных сделок, и его интересы в большей степени совпадают с интересами других акционеров.

Чем больше доля аутсайдеров в совете директоров, чем старше генеральный директор и меньше директоров в совете, тем больше накопленная избыточная доходность в момент объявления о сделке. Эти выводы не обязательно означают, что всем банкам следует использовать данные механизмы контроля, однако они улучшают мотивы генерального директора.

В 2004 были исследованы крупные европейские банковские слияния 1985–2000 гг. Выявлено, что в целом доходы для объединенной компании выше в недиверсифицированных сделках [13]. Чем меньше размер компании-цели по отношению к размеру компании-покупателя, чем менее прибыльна и эффективна цель относительно покупателя, тем выше накопленная избыточная доходность компании-цели.

Гипотезы исследования. Данная статья посвящена изучению европейских рынков на базе докризисных и посткризисных данных в период с 2000 по 2013 г.

Гипотеза 1. Сделки M&A в финансовом секторе отрицательно влияют на стоимость компаний-покупателей из европейских стран: $CAR^{Europe} < 0$.

Большая часть исследователей рынков этого региона сходятся во мнении о том, что сделки слияний и поглощений положительно влияют на накопленную избыточную доходность компаний-целей, но отрицательно – на тот же параметр покупателей. Однако некоторые находят незначительную положительную зависимость накопленной избыточной доходности и для компаний-покупателей [14].

Гипотеза 2. Международные сделки M&A в финансовом секторе отрицательно влияют на значения накопленной избыточной доходности компаний-покупателей с развитых европейских рынков капитала: $CAR^{cross-border} < 0$.

Как правило, международные сделки способствуют сокращению рисков посредством диверсификации, в то время как внутренние сделки обеспечивают больше возможностей для синергии. Однако, как показали результаты изучения, выгоды от синергии больше, чем от диверсификации, следовательно, международные сделки не способствуют созданию стоимости компаний-покупателей.

Гипотеза 3. Стратегия диверсификации положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности компаний-покупателей из финансового сектора для сделок M&A на развитых европейских рынках: $CAR^{diversed} > 0$.

Авторы ранее отмечали неоднозначное влияние диверсификации.

Гипотеза 4. Оплата сделок денежными средствами положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности компаний-покупателей из финансового сектора для сделок M&A на развитых европейских рынках капитала.

Покупатели предпочитают оплачивать сделку акциями, если считают, что их фирма переоценена, и денежными средствами – если недооценена. Кроме того, оплата сделки денежными средствами предполагает налоговые обязательства для акционеров цели, поэтому они предпочитают акции, а покупатели, соответственно, – денежные средства. Оплата деньгами также сигнализирует о том, что покупатель может получить кредит в банке, а следовательно, о его устойчивом финансовом положении.

Гипотеза 5. Размер компании-покупателя положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности этих организаций из финансового сектора для сделок M&A на развитых европейских рынках капитала.

Более крупные и прибыльные банки могут увеличить доходность путем приобретения более мелких и менее прибыльных, поскольку при этом процесс реорганизации, передачи ресурсов от более прибыльного банка к менее прибыльному проходит намного легче. Однако с точки зрения теории экономии на масштабе менее крупный покупатель выигрывает больше. Кроме того, чем меньше обе компании, тем легче покупателю интегрировать цель в свою деятельность [15].

Гипотеза 6. Крупный размер сделки положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности компаний-покупателей из финансового сектора для сделок M&A на развитых европейских рынках капитала.

Предполагается, что крупная сделка создает стоимость, поскольку дает возможности для расширения деятельности и экономии на масштабе.

Гипотеза 7. Высокая операционная эффективность компании-покупателя до сделки положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности компаний-покупателей из финансового сектора для сделок M&A на развитых европейских рынках капитала.

Чтобы оценить операционную эффективность, авторы используют такие показатели, как ROE и ROA. В данном исследовании будет изучен показатель ROA.

Гипотеза 8. Наличие у компании-покупателя нематериальных активов положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности компаний-покупателей из финансового сектора для сделок M&A на развитых европейских рынках капитала.

Существует положительная зависимость накопленной избыточной доходности от наличия нематериальных активов, если взять показатель Q Тобина в качестве прокси-переменной. Одной из интерпретаций может быть способность Q Тобина измерять возможности менеджеров, и рынок награждает высококвалифицированных сотрудников при заключении сделок M&A. Наличие в компании существенных нематериальных активов позволяет «перенести» их на компанию-цель [16].

Гипотеза 9. Наличие у компании-покупателя прошлого опыта в проведении сделок слияний и поглощений положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности компаний-покупателей из финансового сектора для сделок M&A на развитых европейских рынках капитала.

Если организация имела такой опыт в прошлом, тем более неоднократный, это может способствовать более точному и правильному выбору компаний-целей, а также условий заключения сделок.

Гипотеза 10. Высокий уровень развития страны компании-покупателя положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности компаний-покупателей из финансового сектора для сделок M&A на развитых европейских рынках капитала.

На деятельность организаций могут влиять не только микро-, но и макрофакторы, такие как экономическая ситуация в стране в данный период. В качестве

прокси-переменной экономической ситуации в стране авторами использовались показатели ВВП и ВВП на душу населения [17, 18].

Гипотеза 11. Высокий уровень развития страны компании-покупателя относительно страны цели положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности покупателей из финансового сектора для M&A сделок на развитых европейских рынках капитала.

Если покупатель приобретает компанию с менее развитого рынка, это может увеличивать стоимость приобретателя, поскольку появляется больше возможностей для дальнейшего роста компании. Прокси-переменной является отношение ВВП на душу населения компании-покупателя к аналогу компании-цели [19, 20].

Эти гипотезы будут проверены на основе данных с развитых рынков капитала. Предполагается, что сделки слияний и поглощений не способствуют созданию стоимости для компаний-покупателей из развитых стран в отличие от покупателей из развивающихся.

Модель исследования. На начальном этапе для тестирования гипотез 1–3 была использована модель, основанная на методе событий (event study).

Первым шагом было определено окно события, в течение которого анализировалась накопленная избыточная доходность. Оно составило 41 рабочий день, т.е. 20 дней до и после события [–20; 20], чтобы учесть все возможные последствия объявления о

сделке M&A и проследить медленную реакцию рынка. Исследовались и другие окна в 31, 21, 11 и 3 дня.

Далее была рассчитана нормальная доходность в оценочном периоде в 150 рабочих дней до окна события, как ожидаемая доходность, если бы данное событие не состоялось. В основе расчетов – рыночная модель, которая предполагает линейную зависимость между рыночной премией и доходностью акции:

$$\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} + \varepsilon_{it},$$

где \hat{R}_{it} – доходность акции i в момент t ;

$\hat{\alpha}_i, \hat{\beta}_i$ – параметры модели;

R_{mt} – рыночный портфель;

ε_{it} – ошибка.

Для оценки рыночного портфеля в данном исследовании использовался индекс Eurostoxx 50 – ведущий индекс еврозоны.

Далее произведена оценка влияния основных детерминант эффективности сделок (гипотезы 4–11) с использованием модели линейной регрессии, которая показывает наличие и направление взаимосвязи между накопленной избыточной доходностью и различными факторами сделок (табл. 1).

Регрессионная модель выглядит следующим образом:

$$CAR_j = \delta_0 + \delta_1(LNTA) + \delta_2(Pay) + \delta_3(Dealsize) + \delta_4(ROA) + \delta_5(Q\ Tobins) + \delta_6(Exp) + \delta_7(GDP) + \delta_8(diffGDPacq / tar) + \eta_0,$$

Таблица 1

Объясняющие переменные и способ их расчета в модели исследования

Переменная	Описание переменной
<i>LNTA</i>	Прокси-переменная размера компании-покупателя, натуральный логарифм активов компании-покупателя
<i>Pay</i>	Метод платежа, измеряется как дамми-переменная, которая принимает значение 1, если сделка оплачивается наличными, и 0 – если акциями
<i>Dealsize</i>	Относительный размер сделки – отношение стоимости сделки M&A в долларах США к рыночной капитализации компании-покупателя
<i>ROA</i>	Доходность активов – отношение чистой прибыли к балансовой стоимости активов компании-покупателя
<i>Q Tobins</i>	Коэффициент Q Тобина, определяется следующим образом: (Совокупные активы компании – Балансовая стоимость собственного капитала компании + Рыночная капитализация) / Совокупные активы компании
<i>Exp</i>	Опыт компании-покупателя в осуществлении сделок M&A – дамми-переменная, равная 1, если имела опыт участия в сделках, и 0 – если нет
<i>GDP</i>	Уровень развития страны компании-покупателя, ВВП на душу населения
<i>diffGDPacq / tar</i>	Уровень развития страны покупателя относительно страны цели – дамми-переменная, принимающая значение 1, если отношение ВВП на душу населения страны покупателя и страны цели ≥ 1 , 0 – если < 1

где CAR_j – накопленная избыточная доходность j наблюдения в окнах в 41, 31, 21 день, 11, 7 дней и 3 дня.

Данная регрессионная модель была оценена с помощью метода наименьших квадратов.

Формирование выборки исследования. В выборку вошли европейские страны, классифицированные Международным валютным фондом: Великобритания, Германия, Франция, Ирландия, Исландия, Греция, Бельгия, Чехия, Норвегия, Австрия, Дания, Испания, Италия, Кипр, Люксембург, Мальта, Сан-Марино, Нидерланды, Португалия, Словения, Словакия, Швейцария, Финляндия, Эстония, Швеция.

Для получения всей необходимой финансовой и экономической информации о сделках M&A использовалась база данных Bloomberg. На основе предыдущих исследований были сформированы следующие критерии выборки:

1 – период исследования: 2000–2013 гг. (период кризиса с середины 2008 г. по середину 2009 г. исключается);

2 – покупатель: публичная, ликвидная компания в финансовом секторе (банки, инвестиционные и страховые компании);

3 – цель: компании финансового и нефинансового секторов;

4 – страны покупателей: развитые страны Европы;

5 – страны целей: любые;

6 – стоимость сделки: выше 100 млн долл.;

7 – изменение корпоративного контроля: в результате сделки компания-покупатель приобретает контрольный пакет акций (50% + 1);

8 – доступность информации о дате объявления сделки;

9 – отсутствие значимых корпоративных событий в оценочный период и период окна события;

10 – наличие данных о котировках компании-покупателя: ежедневные цены закрытия, а в случае отсутствия таковых необходимо наличие цен продажи и покупки, причем разница между ними не должна превышать 20%. Если на определенную дату отсутствуют цены закрытия, то вместо них рассчитывается среднее арифметическое между ценами покупки и продажи в этот день.

Полученные данные должны включать сделки с компаниями-покупателями, акции которых

котируются на любой организованной фондовой бирже.

Окончательная выборка составила 72 сделки. Большинство сделок (52) – международные, остальные – национальные. В большинстве случаев фирмы приобретали компании своих отраслей: сделок фокусирования было 53, а сделок диверсификации – 19.

Тестирование гипотез и результаты. В ходе анализа эффективности сделок M&A на развитых европейских рынках капитала была проведена оценка влияния сделок на накопленную избыточную доходность компаний-покупателей как на полной выборке, так и на четырех подвыборках.

Значения накопленной избыточной доходности CAR в странах Европы для всей выборки представлены в табл. 2.

Как видно из таблицы, значимая доходность в $-1,129\%$ на 10% -ном уровне значимости была получена только в окне $[-15; 15]$. Наблюдается отрицательная реакция рынка на объявление о сделке M&A почти на всех окнах событий в момент объявления о сделке ($0,165\%$). Значит, гипотеза 1 не отвергается на данном уровне значимости для окна в 31 день.

Следующий шаг заключался в исследовании влияния M&A на четырех подвыборках: международные, национальные, диверсифицированные и фокусированные сделки (табл. 3).

Накопленная избыточная доходность компаний-покупателей при международных сделках в основном отрицательная в коротких окнах и положительная в длинных, однако существенная на 10% -ном уровне значимости только для одного

Таблица 2

Результаты расчета накопленной избыточной доходности для сделок M&A в европейских странах за 2000–2013 гг.

Окно события, количество наблюдений N	CAR, %
$[-20; 20]$	$-0,959$
$[-15; 15]$	$-1,129^*$
$[-10; 10]$	$-0,199$
$[-5; 5]$	$-0,489$
$[-3; 3]$	$-0,490$
$[-1; 1]$	$0,165$
N	72

* 10% -ный уровень значимости.

Источник: расчеты авторов.

Таблица 3

Результаты расчета накопленной избыточной доходности для четырех стратегий расширения компаний из европейских стран 2000–2013 гг.

Окно события, количество наблюдений N	CAR, %			
	Международные сделки	Национальные сделки	Сделки фокусирования	Сделки диверсификации
[-20; 20]	0,541	-4,793**	0,541	-4,363**
[-15; 15]	0,200	-4,460**	0,200	-3,544**
[-10; 10]	-0,190	-0,221	-0,190	-1,182
[-5; 5]	-0,425	-0,653	-0,425	-3,029***
[-3; 3]	-0,673*	-0,012	-0,673	-2,225***
[-1; 1]	-0,273	1,304**	-0,273	-0,984*
N	52	20	53	19

* 10%-ный уровень значимости;

** 5%-ный уровень значимости;

*** 1%-ный уровень значимости.

Источник: расчеты авторов.

окна, когда $CAR = -0,673\%$. Таким образом, гипотезу 2 нельзя отвергнуть на этом уровне значимости для семидневного окна.

В свою очередь реакция рынка на национальные сделки M&A в развитых странах отрицательна на всех окнах, кроме трехдневного. Более того, значимое влияние на 5%-ном уровне было получено лишь для трех окон: в 41 день ($CAR = -4,793\%$), 31 день ($CAR = -4,460\%$) и 3 дня ($CAR = 1,304\%$).

Национальные сделки M&A оказывают положительное влияние на стоимость компаний из разных экономически развитых стран.

Сделки фокусирования компаний-покупателей из развитых стран значимых результатов не показали в одном из окон. Следовательно, влияния стратегии фокусирования на стоимость компаний-покупателей выявить не удалось (гипотеза 3).

Стратегия диверсификации бизнеса ведет к отрицательной значимой (на всех уровнях) накопленной избыточной доходности практически во всех окнах, за исключением одного – в 21 день. Следовательно, гипотеза 3 для развитых стран отвергается на 1%-ном уровне значимости на всех окнах кроме окна в 21 день. Это означает, что стратегия диверсификации не создает стоимости для компаний из развитых стран.

Влияние различных факторов на стоимость компаний-покупателей с развитых рынков капитала демонстрирует табл. 4.

Анализ развитых стран показывает незначимое отрицательное влияние метода оплаты сделки с помощью денежных средств в длинных окнах

событий и незначимое положительное влияние в коротких. Таким образом, не было выявлено влияния метода оплаты сделки на стоимость компаний-покупателей (гипотеза 4).

Размер покупателя оказывает значимое положительное влияние на накопленную избыточную доходность компаний-покупателей из развитых стран в длинных окнах. Следовательно, гипотеза 5 не может быть отвергнута на 10%-ном уровне значимости для развитых европейских стран в окнах 41 и 31 день.

В развитых странах размер сделки значимо отрицательно влияет на доходность на 5%-ном уровне в длинных окнах, следовательно, гипотеза 6 отвергается в окнах 41, 31 и 21 день.

Высокая операционная эффективность отрицательно воздействует на покупателей из европейских стран на 1%- и 5%-ном уровнях значимости во всех окнах. Поэтому гипотеза 7 отвергается.

В развитых странах CAR отрицательно зависит от наличия нематериальных активов у компаний-покупателей на 1%- и 5%-ном уровнях значимости во всех окнах событий. Следовательно, гипотеза 8 отвергается.

Развитые страны показывают отрицательную значимую (10%) корреляцию между фактором наличия опыта в прошлых сделках и накопленной избыточной доходностью в окне 41 день, что соответствует результатам предыдущих исследований. Следовательно, гипотеза 9 отвергается на 10%-ном уровне значимости в этом окне для компаний-покупателей с европейских рынков.

Таблица 4

Влияние факторов эффективности сделок M&A из европейских стран

Переменная	Значение коэффициента (t-статистика)					
	[-20; 20]	[-15; 15]	[-10; 10]	[-5; 5]	[-3; 3]	[-1; 1]
LNTA	0,023* (1,669)	0,022* (1,66)	0,007 (0,702)	-0,003 (-0,325)	-0,008 (-1,447)	-0,008 (-1,612)
Pay	-0,053 (-0,957)	-0,064 (-1,219)	0,008 (0,224)	0,007 (0,285)	0,026 (1,376)	0,021 (1,294)
Dealsize	-0,112** (-1,957)	-0,112** (-2,065)	-0,085** (-2,193)	-0,026 (-0,983)	-0,016 (-0,870)	-0,014 (-0,836)
ROA	-0,01** (-2,190)	-0,009** (-2,095)	-0,008*** (-2,637)	-0,009*** (-2,974)	-0,007*** (-3,047)	-0,006*** (-3,035)
Q Tobins	-0,511*** (-3,102)	-0,438** (-2,808)	-0,246** (-2,197)	-0,381*** (-3,169)	-0,224*** (-2,588)	-0,176** (-2,288)
Exp	-0,067* (-1,771)	-0,055 (-1,523)	-0,040 (-1,642)	-0,005 (-0,281)	-0,004 (-0,332)	0,000... (0,035)
GDP	0,000...*** (3,536)	0,000...*** (3,229)	0,000...*** (3,318)	0,000 (0,940)	0,000... (0,217)	0,000... (-0,301)
diffGDPacq / tar	-0,001 (-0,019)	-0,004 (-0,078)	-0,010 (-0,298)	-0,015 (-0,632)	-0,016 (-0,923)	-0,003 (-0,205)
Количество наблюдений	48	48	48	48	48	48
R ²	0,41	0,37	0,34	0,31	0,38	0,35

* 10%-ный уровень значимости;

** 5%-ный уровень значимости;

*** 1%-ный уровень значимости.

Источник: расчеты авторов.

Влияние уровня развития страны-покупателя на накопленную избыточную доходность в развитых странах положительно и значимо на 1%-ном уровне значимости в длинных окнах. Значит, гипотеза 10 не отвергается на этом уровне значимости для компаний-покупателей с европейских рынков в окнах 41, 31 и 21 день. Анализ на развитых рынках не обнаружил значимой зависимости CAR от разницы в развитии стран.

В результате проведенного анализа влияния сделок M&A на стоимость компаний-покупателей была выявлена значимая отрицательная зависимость стоимости от объявления о сделках M&A компаний с развитых рынков.

Также было обнаружено, что международные сделки не способствуют созданию стоимости для компаний-покупателей с развитых рынков капитала. Однако доходность покупателей с развивающихся рынков положительно зависит от международной направленности сделок. Эти результаты соответствуют выводам предыдущих исследований.

В ходе данной работы было выявлено отрицательное воздействие диверсификации на стоимость компании-покупателя с развитых рынков.

Найдена незначимая противоположная зависимость доходности от стратегии фокусирования. Так, обнаружено, что банковские слияния, фокусированные как географически, так и по виду деятельности, способствуют созданию стоимости в момент объявления о сделке, в отличие от диверсифицированных слияний [9].

Фокусированные сделки могут создавать стоимость несколькими путями: замещением менее эффективного менеджмента более эффективным, увеличением рыночной силы, сокращением излишних инвестиций и экономией на масштабе.

В ходе данного исследования на развитых рынках не было выявлено значимого влияния оплаты сделки денежными средствами на CAR. Как известно, оплата сделки деньгами может сигнализировать о том, что акции компании-покупателя недооценены, что в свою очередь способствует созданию стоимости. Но, если деятельность покупателя более эффективна (отношение издержек к прибыли), чем функционирование цели, доходность покупателя должна увеличиваться после заключения сделки, поскольку эффективность покупателя переходит к компании-цели.

Что касается размера компании-покупателя, то можно отметить, что результаты показывают

положительное его влияние на накопленную избыточную доходность. Данный результат согласуется с исследованиями развитых рынков и противоречит – по развивающимся. Так, крупные и прибыльные банки имеют больше шансов увеличить доходность за счет приобретения мелких и менее прибыльных, поскольку это значительно облегчает процедуру передачи ресурсов от более прибыльного учреждения к менее прибыльному.

Размер сделки неоднозначно влияет на доходность компаний. В результате исследования развитых рынков была найдена отрицательная зависимость доходности компании-покупателя от размера сделки. Кроме того, крупный размер сделки может говорить о переплате покупателями за компанию-цель. Другим объяснением может быть то, что фондовый рынок настроен более позитивно относительно небольших сделок, нежели крупных. Следовательно, предыдущие исследования подтверждают полученные результаты по развитым рынкам.

В ходе исследования обнаружено, что доходность активов отрицательно влияет на накопленную избыточную доходность компаний-покупателей. Европейские покупатели склонны приобретать менее прибыльные цели (у которых ROA меньше среднего значения по отрасли), что способствует созданию стоимости для компаний-покупателей.

Причинами создания стоимости посредством сделок M&A являются как изменение в эффективности управления фирмой, так и возможность реализации различных проектов, иными словами, наличие перспектив роста.

Показателем, учитывающим эти возможности, является коэффициент Q Тобина (или M/B-ratio – отношение рыночной стоимости к балансовой стоимости активов). В результате проведенного исследования выявлено, что этот показатель отрицательно влияет на накопленную избыточную доходность покупателей из развитых стран, что противоречит предыдущим исследованиям.

Однако, если M/B-ratio меньше единицы, это означает: либо компания-цель недооценена, либо она не обладает перспективами роста из-за операционных потерь или большого долга. Таким образом, чем выше M/B-ratio компании-цели,

тем больше выигрывает банк-покупатель при заключении сделки слияния и поглощения.

На развитых рынках опыт прошлых сделок M&A отрицательно влияет на создание стоимости, что подтверждается предыдущими исследованиями. Соглашения, в которых покупатель обладает большим опытом в заключении сделок M&A, менее успешны с точки зрения создания стоимости, поскольку покупатель получает больше пользы от обучения в процессе наблюдения, нежели непосредственно в работе.

В данном исследовании был получен незначимый положительный результат влияния ВВП на изучаемые сделки для развитых стран. M&A уменьшают стоимость компаний-покупателей, если они приобретают цели из стран с низким уровнем роста валового внутреннего продукта.

Таким образом, в ходе анализа выявлено, что такие факторы, как национальная направленность сделки и размер компании-покупателя, оказывают положительное влияние на ее накопленную избыточную доходность, в то время как наличие опыта оказывает отрицательное влияние на доходность.

Заключение. В статье была выявлена основная тенденция создания стоимости для компаний – участниц сделок. Сделки слияний и поглощений в большинстве случаев создают стоимость для компаний-целей и не способствуют созданию стоимости компаний-покупателей.

Используя метод событий и основываясь на выборке из 72 сделок M&A, инициированных финансовыми компаниями из европейских стран, авторы обнаружили, что слияния и поглощения разрушают стоимость компаний-покупателей при окне в 31 день.

При изучении детерминант эффективности сделок, инициированных европейскими компаниями, было выявлено, что размер покупателя и ВВП на душу населения страны-покупателя оказывают положительное влияние на накопленную избыточную доходность, в то время как международная направленность сделок, стратегия диверсификации, размер сделки, ROA, прошлый опыт заключения сделок M&A и коэффициент Q Тобина отрицательно влияют на стоимость компаний-покупателей.

Список литературы

1. *Ma J., Pagán J.A., Chu Y.* Wealth Effects Of Bank Mergers And Acquisitions In Asian Emerging Markets // *The Journal of Applied Business Research*. 2012. Vol. 28. № 1. P. 47–58.
2. *Hernandoa I., Nietoa J.M., Wall D.L.* Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union // *Journal of Banking & Finance*. 2009. Vol. 33. Iss. 6. P. 1022–1032.
3. *Asimakopoulou I., Athanasoglou P.* Revisiting the merger and acquisition performance of European banks // *International Review of Financial Analysis*. 2013. № 29. P. 237–249.
4. *Lensink R., Maslennikova I.* Value performance of European bank acquisitions // *Applied Financial Economics*. 2008. Vol. 18. Iss. 3. P. 185–198.
5. *Valkanov E., Kleimeier S.* The role of regulatory capital in international bank mergers and acquisitions // *Research in International Business and Finance*. 2007. Vol. 21. Iss. 1. P. 50–68.
6. *Ongena S., Penas M.F.* Bondholders' wealth effects in domestic and cross-border bank mergers // *Journal of Financial Stability*. 2009. Vol. 5. Iss. 3. P. 256–271.
7. *DeLong G.L.* Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers // *Journal of Financial Economics*. 2001. Vol. 59. Iss. 2. P. 221–252.
8. *Beltratti A., Paladino G.* Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector // *Journal of Banking & Finance*. 2013. Vol. 37. Iss. 12. P. 5394–5405.
9. *Schmautzer D.* Cross-Border Bank Mergers: Who Gains and Why? // University of Muenster. Working Paper. 2006.
10. *Becher D.A.* The valuation effects of bank mergers // *Journal of Corporate Finance*. 2000. № 6. P. 189–214.
11. *Liargovas P., Repousis S.* The Impact of Mergers and Acquisitions on the Performance of the Greek Banking Sector: An Event Study Approach // *International Journal of Economics and Finance*. 2011. Vol. 3. № 2. P. 89–100.
12. *Cornett M.M., Hovakimian G., Palia D., Tehranian H.* The impact of the manager-shareholder conflict on acquiring bank returns // Boston College. Working paper. 2000.
13. *Beitel P., Schiereck D., Wahrenburg M.* Explaining M&A-Success in European Banks // *European Financial Management*. 2004. Vol. 10. Iss. 1. P. 109–140.
14. *Hankir Y., Rauch C., P. Umber M.* Bank M&A: A market power story? // *Journal of Banking & Finance*. 2011. Vol. 35. Iss. 9. P. 2341–2354.
15. *Liao A., Williams J.* The Search for Value: Cross-border Bank M&A in Emerging Markets // *Comparative Economic Studies*. 2008. № 50. P. 274–296.
16. *Григорьева С.А., Гринченко А.Ю.* Влияние сделок слияний и поглощений в финансовом секторе на стоимость компаний-покупателей на развивающихся рынках капитала // *Корпоративные финансы*. 2013. № 4. С. 63–81.
17. *Goddard J., Molyneux P., Zhou T.* Bank mergers and acquisitions in emerging markets: evidence from Asia and Latin America // *The European Journal of Finance*. 2012. Vol. 18. Iss. 5. P. 419–438.
18. *Fritsch M., Gleisner F., Holzhäuser M.* Bank M&A in Central and Eastern Europe // Goethe University Frankfurt. Working paper. 2007.
19. *Kiyamaz H.* Cross-border mergers and acquisitions and country risk ratings: evidence from U.S. financials // *The International Journal of Business and Finance Research*. 2013. Vol. 7, No. 1. P. 17–30.
20. *Kirchhoff M., Schiereck D., Mentz M.* Market valuation of real estate finance mergers: a note // *Journal of Property Investment & Finance*. 2006. Vol. 24. Iss. 1. P. 79–86.

**MERGERS & ACQUISITIONS AND VALUE OF FINANCIAL COMPANIES
IN DEVELOPED CAPITAL MARKETS OF EUROPE**

Svetlana A. GRIGOR'EVA^a, Viktoriya A. CHERKASOVA^{b,*}

^a National Research University Higher School of Economics, Moscow, Russian Federation
sgrigorieva@hse.ru

^b National Research University Higher School of Economics, Moscow, Russian Federation
vcherkasova@hse.ru

* Corresponding author

Article history:

Received 3 August 2015

Accepted 10 August 2015

JEL classification: G14, G21, G34

Keywords: financial sector,
cumulative abnormal return, capital
market, acquirer, target

Abstract

Importance M&A deals often have different effect on value of transacting companies. M&A announcements build value for special-purpose entities almost every time. They can bring the acquirers' value up or down in line with certain factors. We investigate mergers and acquisitions assuming that they build value of acquirers, and focusing on how the stock market responds to M&A announcements.

Objectives The research evaluates how M&A in the financial sector influence value of acquirers. The research examines the efficiency of such deals initiated by the West European companies before and after the crisis period of 2000 through 2013.

Methods We examine how the stock market responds to M&A announcements, using the event study analysis. Based on linear regression, we identify key factors that impact on the efficiency of deals in the financial sector. The sample comprises 72 instances.

Results M&A have a negative impact on value of acquirers from developed economies as of the M&A announcement date. National focus of agreements and the size of acquirers positively correlate with cumulative abnormal return of acquirers from developed European economies.

Conclusions and Relevance The outcome should be prudently construed as the real return may not correlate with market expectations, though share prices reflect market expectations of the future cash flows. We conclude that consequences of M&A in banking are visible and static or invisible and dynamic. The latter ones include restructuring and changes in lending practices, which significantly impact on the return of a combined company. However, such consequences are difficult to forecast when M&A announcements just appear.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2015

References

1. Ma J., Pagán J.A., Chu Y. Wealth Effects of Bank Mergers and Acquisitions in Asian Emerging Markets. *Journal of Applied Business Research*, 2012, vol. 28, no. 1, pp. 47–58.
2. Hernando I., Nieto J.M., Wall D.L. Determinants of Domestic and Cross-Border Bank Acquisitions in the European Union. *Journal of Banking & Finance*, 2009, vol. 33, iss. 6, pp. 1022–1032.
3. Asimakopoulos I., Athanasoglou P. Revisiting the Merger and Acquisition Performance of European Banks. *International Review of Financial Analysis*, 2013, vol. 29, pp. 237–249.
4. Lensink R., Maslennikova I. Value Performance of European Bank Acquisitions. *Applied Financial Economics*, 2008, vol. 18, iss. 3, pp. 185–198.
5. Valkanov E., Kleimeier S. The Role of Regulatory Capital in International Bank Mergers and Acquisitions. *Research in International Business and Finance*, 2007, vol. 21, iss. 1, pp. 50–68.
6. Ongena S., Penas M.F. Bondholders' Wealth Effects in Domestic and Cross-border Bank Mergers. *Journal of Financial Stability*, 2009, vol. 5, iss. 3, pp. 256–271.
7. DeLong G.L. Stockholder Gains from Focusing Versus Diversifying Bank Mergers. *Journal of Financial Economics*, 2001, vol. 59, iss. 2, pp. 221–252.

8. Beltratti A., Paladino G. Is M&A Different During a Crisis? Evidence from the European Banking Sector. *Journal of Banking & Finance*, 2013, vol. 37, iss. 12, pp. 5394–5405.
9. Schmutz D. Cross-Border Bank Mergers: Who Gains and Why? University of Muenster, *Working Paper*, 2006.
10. Becher D.A. The Valuation Effects of Bank Mergers. *Journal of Corporate Finance*, 2000, vol. 6, iss. 3, pp. 189–214.
11. Liargovas P., Repousis S. The Impact of Mergers and Acquisitions on the Performance of the Greek Banking Sector: An Event Study Approach. *International Journal of Economics and Finance*, 2011, vol. 3, no. 2, pp. 89–100.
12. Cornett M.M., Hovakimian G., Palia D., Tehranian H. The Impact of the Manager-Shareholder Conflict on Acquiring Bank Returns. *Journal of Banking & Finance*, 2003, no. 27, pp. 103–131.
13. Beitel P., Schiereck D., Wahrenburg M. Explaining M&A-Success in European Banks. *European Financial Management*, 2004, vol. 10, iss. 1, pp. 109–140.
14. Hankir Y., Rauch C., Umber P.M. Bank M&A: A Market Power Story? *Journal of Banking & Finance*, 2011, vol. 35, iss. 9, pp. 2341–2354.
15. Liao A., Williams J. The Search for Value: Cross-border Bank M&A in Emerging Markets. *Comparative Economic Studies*, 2008, no. 50, pp. 274–296.
16. Grigor'eva S.A., Grinchenko A.Yu. Vliyanie sdelok sliyanii i pogloshchenii v finansovom sektore na stoimost' kompanii-pokupatelei na razvivayushchikhsya rynkakh kapitala [Impact of Mergers and Acquisitions in Financial Sector on Bidder's Returns in Emerging Capital Markets]. *Korporativnye finansy = Journal of Corporate Finance Research*, 2013, no. 4, pp. 63–81.
17. Goddard J., Molyneux P., Zhou T. Bank Mergers and Acquisitions in Emerging Markets: Evidence from Asia and Latin America. *The European Journal of Finance*, 2012, vol. 18, iss. 5, pp. 419–438.
18. Fritsch M., Gleisner F., Holzhäuser M. Bank M&A in Central and Eastern Europe. 56th Annual Meeting. Minneapolis, Midwest Finance Association, 2007.
19. Kiyamaz H. Cross-border Mergers and Acquisitions and Country Risk Ratings: Evidence from U.S. Financials. *The International Journal of Business and Finance Research*, 2013, vol. 7, no. 1, pp. 17–30.
20. Kirchhoff M., Schiereck D., Mentz M. Market Valuation of Real Estate Finance Mergers: A Note. *Journal of Property Investment & Finance*, 2006, vol. 24, iss. 1, pp. 79–86.